

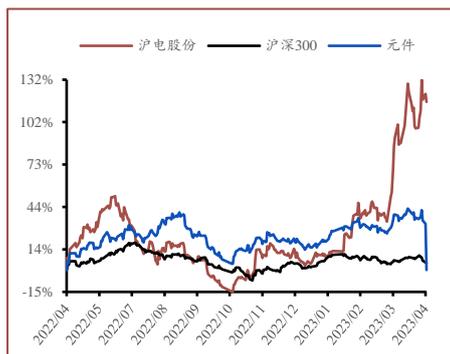
业绩符合预期，优势卡位加强业绩增长确定性

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-25
收盘价(元)	24.35
流通股本(亿股)	19.04
每股净资产(元)	4.52
总股本(亿股)	19.05

最近 12 月市场表现


分析师 张益敏

 SAC 证书编号: S0160522070002
 zhangym02@ctsec.com

分析师 吴姣晨

 SAC 证书编号: S0160522090001
 wujc01@ctsec.com

相关报告

1. 《AGI 浪潮之基，核心算力 PCB 供应商》 2023-03-24

核心观点

- ❖ **【事件】**: 公司发布 2023Q1 业绩，实现营收 18.68 亿元，同比-2.57%，环比-27.39%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比-19.75%，环比 54.48%。
- ❖ **业绩符合预期，有望逐季好转**。2022 年下半年，主因下游终端积压的需求随着缺芯缓解开始有序释放满足，公司先前订单形成的存货，随着客户陆续提货，随之消化，业绩抬升较为明显。2023Q1，虽然 AI 算力带动数通领域增长预期乐观，但一季度新需求有一定滞性，因此业绩符合预期。当前行业订单能见度较低，库存已过度去化，公司卡位高端服务器核心产品，随着经济走强，市场担忧得到缓解，订单有望逐季好转。
- ❖ **毛利率同比持平，有望逐步优化**。主因春节影响开工率，公司毛利率存在季度性波动，公司 2023Q1 毛利率为 25.73%，同比下滑 0.22pct，环比下滑 5.37pct。2023Q1，公司汇兑损失增加约 3619 万元（2022Q1/2023Q1 财务费用分别为-2473/1326 万元），叠加交易性金融资产处置收益同比减少及对联营公司投资损失同比增加，公司净利率为 10.72%，同比下滑 6.38pct，环比下滑 2.30pct。后续随着产品结构优化调整、产能利用率提升，公司毛利有望提升。
- ❖ **内生+外延扩张保证自身研发与供应稳定性**。公司以自有资金向胜伟策增资事项已获公司 2022 年度股东大会审议通过；使用自有资金向沪利微电增资 7.76 亿元对汽车板进一步扩产；此外，公司已启动沪士泰国的基建，力争将沪士泰国实现规模量产的规划，从 2025 年上半年提前到 2024 年第四季度。
- ❖ **投资建议**：AI 带动算力升级，数据中心高阶产品需求随着信息化、智能化进程不断增长。公司投入大量资源用于高阶数据中心交换机/服务器等 PCB 的开发，具备客户粘性和技术卡位优势，看好公司长期发展空间。我们预计公司 2023-25 年营收为 86.65/112.92/148.76 亿元，归母净利润为 15.44/21.91/30.59 亿元，对应 PE 分别为 30.05/21.17/15.16 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示**：下游需求转弱；疫情反复风险；地缘政治风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7419	8336	8665	11292	14876
收入增长率(%)	-0.55	12.36	3.95	30.32	31.74
归母净利润(百万元)	1064	1362	1544	2191	3059
净利润增长率(%)	-20.80	28.03	13.38	41.94	39.63
EPS(元/股)	0.56	0.72	0.81	1.15	1.61
PE	29.42	16.58	30.05	21.17	15.16
ROE(%)	14.70	16.47	16.21	18.70	20.71
PB	4.35	2.73	4.87	3.96	3.14

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7418.71	8336.03	8664.95	11292.15	14876.00	成长性					
减:营业成本	5402.67	5811.61	5970.00	7655.67	9900.03	营业收入增长率	-0.6%	12.4%	3.9%	30.3%	31.7%
营业税费	56.76	64.43	66.72	86.95	114.55	营业利润增长率	-18.1%	31.8%	12.8%	41.9%	39.6%
销售费用	222.26	272.74	294.61	316.18	371.90	净利润增长率	-20.8%	28.0%	13.4%	41.9%	39.6%
管理费用	152.15	162.58	168.97	220.20	290.08	EBITDA 增长率	-17.5%	23.1%	8.2%	43.1%	37.2%
研发费用	410.86	468.49	519.90	542.02	714.05	EBIT 增长率	-22.4%	31.7%	14.8%	49.1%	40.8%
财务费用	-72.49	-136.32	-50.98	-38.43	-36.73	NOPLAT 增长率	-25.3%	28.5%	15.4%	49.1%	40.8%
资产减值损失	-126.85	-152.04	-68.00	-83.00	-123.00	投资资本增长率	20.1%	10.7%	9.8%	17.6%	21.9%
加:公允价值变动收益	1.27	35.39	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	15.1%	14.3%	15.2%	23.0%	26.1%
投资和汇兑收益	-11.77	-57.01	69.32	-11.29	-14.88	利润率					
营业利润	1193.44	1572.62	1774.37	2517.55	3515.57	毛利率	27.2%	30.3%	31.1%	32.2%	33.4%
加:营业外净收支	5.82	0.68	0.00	1.00	1.00	营业利润率	16.1%	18.9%	20.5%	22.3%	23.6%
利润总额	1199.26	1573.30	1774.37	2518.55	3516.57	净利润率	14.3%	16.3%	17.8%	19.4%	20.6%
减:所得税	135.76	211.72	230.67	327.41	457.15	EBITDA/营业收入	20.2%	22.1%	23.0%	25.2%	26.3%
净利润	1063.50	1361.57	1543.71	2191.14	3059.42	EBIT/营业收入	15.5%	18.1%	20.0%	22.9%	24.5%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1191.12	1292.45	3207.57	3650.82	6892.83	固定资产周转天数	126	119	110	81	59
交易性金融资产	163.74	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	106	132	100	129	91
应收帐款	1972.86	2243.72	1987.48	3523.13	3734.58	流动资产周转天数	284	295	338	353	360
应收票据	1.00	10.64	54.35	27.21	80.23	应收帐款周转天数	89	91	88	88	88
预付帐款	13.63	10.21	14.92	19.14	24.75	存货周转天数	109	112	102	100	100
存货	1840.81	1785.92	1532.08	2576.07	2723.94	总资产周转天数	514	521	540	473	435
其他流动资产	474.76	1311.26	1051.26	991.26	981.26	投资资本周转天数	434	427	451	408	377
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.7%	16.5%	16.2%	18.7%	20.7%
长期股权投资	50.35	43.42	23.42	13.42	3.42	ROA	9.1%	10.9%	11.5%	13.5%	15.5%
投资性房地产	7.18	24.31	24.31	24.31	24.31	ROIC	11.6%	13.4%	14.1%	17.9%	20.6%
固定资产	2570.11	2719.06	2621.58	2513.71	2395.96	费用率					
在建工程	368.28	710.97	654.09	601.77	553.62	销售费用率	3.0%	3.3%	3.4%	2.8%	2.5%
无形资产	104.32	102.16	101.16	100.16	99.16	管理费用率	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	2359.09	1867.12	1867.12	1867.12	1867.12	财务费用率	-1.0%	-1.6%	-0.6%	-0.3%	-0.2%
资产总额	11648.66	12501.32	13480.96	16187.61	19768.40	三费/营业收入	4.1%	3.6%	4.8%	4.4%	4.2%
短期债务	1576.72	1405.89	1105.89	805.89	505.89	偿债能力					
应付帐款	1700.72	1568.84	1714.66	2325.83	2899.19	资产负债率	37.9%	33.9%	29.3%	27.6%	25.3%
应付票据	256.71	356.74	173.92	251.39	298.61	负债权益比	61.0%	51.2%	41.5%	38.2%	33.8%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.44	1.76	2.26	2.68	3.20
长期借款	0.00	77.97	77.97	77.97	77.97	速动比率	0.86	0.94	1.53	1.80	2.39
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	60.18	41.29	27.65	54.17	111.12
负债总额	4414.33	4234.42	3956.12	4471.63	4993.00	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.15	0.15	0.00	0.00	0.00
股本	1896.66	1896.66	1896.66	1896.66	1896.66	分红比率					
留存收益	4911.67	5988.74	7246.69	9437.83	12497.25	股息收益率	0.9%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	7234.33	8266.90	9524.84	11715.98	14775.40	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.56	0.72	0.81	1.15	1.61
净利润	1063.50	1361.57	1543.71	2191.14	3059.42	BVPS(元)	3.81	4.36	5.00	6.15	7.76
加:折旧和摊销	346.88	328.28	255.35	261.20	266.89	PE(X)	29.4	16.6	30.0	21.2	15.2
资产减值准备	134.91	162.94	73.00	88.00	133.00	PB(X)	4.3	2.7	4.9	4.0	3.1
公允价值变动损失	-1.27	-35.39	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-94.23	39.67	62.79	47.79	32.79	P/S	4.2	2.7	5.3	4.1	3.1
投资收益	7.31	52.54	-69.32	11.29	14.88	EV/EBITDA	21.3	12.4	22.3	15.3	10.2
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-36.31	-350.49	577.54	-1724.09	155.70	PEG	—	0.6	2.2	0.5	0.4
经营活动产生现金流量	1410.43	1565.77	2447.40	879.98	3669.12	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1521.18	-802.34	116.27	-88.94	-94.31	REP					
融资活动产生现金流量	184.96	-515.39	-648.55	-347.79	-332.79						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。